

Fusiones, adquisiciones y separaciones: Teorías y evidencia en España y en EE UU

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

y

Juan Ignacio Peña Sánchez de Rivera

Departamento de Economía

Universidad Carlos III de Madrid

Resumen

Este artículo hace un resumen de la literatura sobre fusiones y separaciones. Existen dos enfoques opuestos sobre la naturaleza de las fusiones y separaciones dependiendo de si se supone o no la eficiencia del mercado. Presentamos las principales ideas de estos enfoques y discutimos su consistencia con la evidencia empírica.

Palabras clave: Fusiones, separaciones, eficiencia de mercado.

Abstract

This article surveys the economic literature on mergers and spinoffs. There are two opposed views of the nature of mergers and spinoffs depending on whether the efficiency of financial markets is assumed or not. We present the main ideas in both views of the issue and discuss its consistency with the empirical evidence.

Key words: Mergers, spinoffs, market-efficiency.

1. Introducción

Las fusiones y adquisiciones de empresas son un fenómeno cuantitativamente importante en las economías actuales. Probablemente, el notorio interés de los economistas por entender estas operaciones no se deba solo a esa importancia cuantitativa. Además, se trata de test que la evidencia sobre las fusiones y adquisiciones permite realizar sobre varias parcelas de la teoría económica. En primer lugar, la teoría financiera y, particularmente, las teorías basadas en la eficiencia de los mercados financieros, pueden contrastarse examinando la reacción de los mercados a los anuncios de fusiones y adquisiciones y comparando ésta con la evolución efectiva de los beneficios.

En segundo lugar, las teorías sobre la naturaleza y la función de las empresas y, por consiguiente, las explicaciones de su tamaño, encuentran un natural banco de pruebas en la abundante información disponible sobre fusiones y adquisiciones.

El propósito de este trabajo es presentar una panorámica de las teorías sobre fusiones y adquisiciones y de la evidencia empírica disponible sobre Estados Unidos y España. Nuestra panorámica también contempla las teorías y evidencia sobre el fenómeno inverso a las fusiones, la separación de una empresa en dos o más partes. Fusiones y separaciones son simplemente dos formas en las que las empresas cambian de tamaño. Esta es la primera parte de un proyecto más amplio en el que se pretenden modelizar las actividades de fusiones y adquisiciones en la economía española.

Existen distintas formas de llevar a cabo las fusiones y adquisiciones (ofertas públicas de adquisición, compras y fusiones pactadas al margen del mercado de capitales) y de materializarlas (fusión, adquisición por absorción y adquisición por integración en un conglomerado). Las separaciones pueden ser fisiones (splitups) en las que desaparece una empresa y se crean varias nuevas, escisiones (splitoffs) en las que una «filial» se independiza o desinversiones (divestitures) en los que una empresa vende parte de sus activos. A lo largo de este trabajo hemos optado por denominar fusiones a todos los tipos de fusiones y adquisiciones. Análogamente usamos el término separación con un significado genérico. Por supuesto, cuando la forma específica de la operación es relevante hemos procurado precisarla.

El resto del artículo se organiza del siguiente modo: la sección 2 presenta brevemente las teorías que intentan explicar la economía de las fusiones y separaciones. La sección 3 presenta la evidencia extraída de la economía norteamericana y la sección 4 discute la evidencia sobre la economía española.

2. Teorías

El propósito de esta sección es presentar concisamente las principales teorías que intentan explicar por qué las empresas se fusionan (y se separan)¹. En su mayoría, estas teorías no son excluyentes: es posible que varias motivaciones distintas impulsen simultáneamente la fusión de dos empresas. No obstante, se pueden distinguir en la literatura dos visiones contrapuestas de las fusiones según se les atribuya una mejora en eficiencia o no.

En el primer caso la fusión se produce para aprovechar alguna ventaja tecnológica, financiera, fiscal, estratégica u organizativa de modo que la fusión aumenta la capacidad de obtención de beneficios de las empresas fusionadas. En el segundo caso la fusión se debe a un error de cálculo o a la deficiente información de alguna de las partes implicadas de modo que, ex post, las empresas (o sus propietarios) hubiesen preferido no fusionarse. Esta visión de las fusiones, basada en la irracionalidad o en los errores (sistemáticos) de los agentes económicos, es contraria al supuesto habitual de racionalidad sobre el que se fundamenta la mayor parte del análisis económico. Su creciente popularidad parece deberse a la evidencia sobre la falta de rentabilidad de las fusiones y adquisiciones no relacionadas, que presentaremos en la sección siguiente.

2.1. *Fusiones eficientes*

Las principales motivaciones señaladas en la literatura para realizar una «fusión eficiente» pueden esquematizarse cómo sigue:

a) *Motivos tecnológicos*: Existen economías de escala o de alcance de modo que la fusión ahorra costes. Con frecuencia el ahorro se deriva de un mejor aprovechamiento de algún recurso compartido por las dos empresas (actividades de I+D, red de distribución, capacidad directiva, etc.).

b) *Motivos estratégicos* (Monopolización): A través de la fusión se consigue un ma-

¹ Discusiones de algunas de estas teorías pueden encontrarse en Aron (1991), Scherer (1990), Shleifer y Vishny (1991) y Willig (1991), entre (muchos) otros.

yor poder de mercado que permite a las empresas fusionadas aumentar sus beneficios conjuntos.

c) *Motivos fiscales*: Su existencia depende del marco institucional en que opera la empresa. En particular, pueden existir incentivos a la adquisición de empresas derivados del diferente tratamiento fiscal que reciben los beneficios y las inversiones. La distribución de beneficios entre los propietarios de una empresa suele estar penalizada fiscalmente (Impuesto de Sociedades e Impuesto sobre la Renta). Las empresas con un exceso de liquidez pueden evitar a sus accionistas el pago de impuestos reinvertiendo los excedentes. En particular, una estrategia de crecimiento externo, basada en la compra de otras empresas, permite emplear estos remanentes. Nótese que existen otras fórmulas de reinversión alternativas. Una estrategia de crecimiento interno también serviría al mismo propósito. La opción del crecimiento externo sólo debería ser elegida si su rentabilidad es mayor que la de los proyectos de desarrollo interno de la empresa.

d) *Control de la gerencia*² (Incentivos): El mercado de capitales puede ejercer una función disciplinaria sobre la gerencia de las empresas. La adquisición de una empresa deficientemente gestionada, seguida de una restructuración de la misma, puede aumentar su capacidad para obtener beneficios. Si la mala gestión de la empresa se refleja en una baja cotización en bolsa y la restructuración da lugar a un alza en las cotizaciones, el comprador puede obtener un beneficio a través de la adquisición y posterior restructuración.

El supuesto implícito en esta argumentación es que la habilidad directiva es fácilmente trasladable de unas empresas a otras, independientemente de su rama de actividad. Sólo de este modo es posible que la restructuración de la empresa, llevada a cabo por una gerencia externa, no especializada en las actividades de la empresa adquirida, de lugar a mejoras de eficiencia. Esta concepción es plausible si la función principal de los directivos es la planificación financiera de la empresa, esto es, la asignación de los recursos disponibles entre las distintas unidades que forman la empresa. Si, por el contrario, la gestión de la tecnología es parte importante de la actividad de los directivos, parece improbable que los resultados de la empresa puedan mejorarse con una dirección no especializada. Los argumentos a favor y en contra de la «versatilidad» del trabajo directivo se discuten en el apartado 2.2.

e) *Motivaciones (exclusivamente) financieras*: Desde una perspectiva agregada, Golbe y White (1987) argumentan que la realización de las fusiones se verá influenciada por la situación de los mercados financieros. En primer lugar, unos precios bajos de las acciones en comparación con el coste de reposición de los activos reales que representan, deberían conducir a que las fusiones se produjesen con mayor frecuencia. En otros términos, cabe esperar una correlación temporal negativa entre la frecuencia de las fusiones y la «q de Tobin», esto es, el ratio entre el valor de mercado de los activos y su valor de reposición (corrigiendo por las posibles distorsiones fiscales).

En segundo lugar, una discrepancia de opiniones sobre el valor de un activo entre su poseedor y un comprador potencial hacen más probable su intercambio. Podría esperarse, entonces, una mayor número de fusiones en épocas de inestabilidad acusada en los precios de las acciones.

f) *Evitar la quiebra*: En ciertas situaciones es posible evitar la quiebra de una empresa mediante su fusión con otra. Si la amenaza de quiebra es debida a factores ajenos a la ac-

² Los artículos de Ortuño y Salas contenidos en esta misma monografía desarrollan distintos aspectos de esta teoría.

tividad principal de la empresa (problemas financieros, por ejemplo), la fusión sera una respuesta eficiente.

g) *Reducir el coste del capital*: El coste del acceso a la financiación externa puede verse afectado por el valor del colateral que la empresa aporta como garantía. Si el coste del capital disminuye con el tamaño de los activos que la empresa puede aportar, entonces existe una ventaja de tipo financiero asociada al crecimiento.

De cara a delimitar la importancia de cada una de estas teorías, las fusiones no relacionadas proporcionan un excelente banco de pruebas. Por definición, la razón por la que se produce una fusión no relacionada, no puede ser ni estratégica, ni tecnológica. En cualquiera de las alternativas restantes el supuesto implícito es que el trabajo directivo es de naturaleza generalista: su eficacia depende poco de la tecnología concreta sobre la que opera.

Dos hipótesis contrastables se siguen del supuesto de eficiencia. En primer lugar, los beneficios (a largo plazo) de la empresa fusionada deben aumentar por encima del nivel previo a la fusión; si los mercados de capitales son eficientes se producirá, además, un aumento (persistente) en el valor de las acciones.

A modo de tercera hipótesis, algunos autores (Porter, 1987; Ravenscraft y Scherer, 1987; Shleifer y Vishny, 1992) señalan que la alta tasa de desinversiones que sigue a las fusiones es problemática para las teorías de fusión eficiente. Sin embargo, el fenómeno de la adquisición de una empresa, seguido por su restructuración interna y concluido con una desinversión es perfectamente consistente con el motivo de control de la gerencia. Lo que importa, en este caso, es la rentabilidad de las empresas después de su separación en relación a la que se obtenía antes de la fusión. Si la fusión (transitoria) es eficiente entonces debería observarse un aumento en los beneficios conjuntos después de la separación.

2.2. *Fusiones «ineficientes»*

En esta segunda visión las fusiones, particularmente las no relacionadas, son un fenómeno especulativo o, simplemente, un error (sistemático) de cálculo por parte de las empresas. La base teórica de esta afirmación podemos encontrarla en los estudios de Chandler (1990) y en su aplicación al estudio de las fusiones por Shleifer y Vishny (1992). La idea de estos autores es que la dirección efectiva de una empresa requiere, en ciertos ambientes, un conocimiento y una atención especializada.

Particularmente, en ambientes cambiantes (sectores en crecimiento o inestables por cualquier motivo) los controles financieros podrían resultar insuficientes para dirigir una empresa. El argumento, con más detalle, es éste: en un entorno estable puede ser suficiente para la dirección general el realizar un papel de planificador, distribuyendo los recursos financieros entre las distintas unidades del conglomerado y dejando que estas se gestionen independientemente. En un ambiente cambiante es preciso reasignar recursos de modo más continuo, de modo que la dirección general se ve obligada a intervenir directamente en la gestión; la planificación (financiera) no es suficiente. En estos casos se requiere de una gerencia especializada.

Si aceptamos que, en una determinada industria, la gestión requiere un conocimiento especializado, entonces la observación de un conglomerado operando en el sector sugiere un fallo del mercado. La existencia de burbujas especulativas vinculadas a una oleada de fusiones ha sido documentada para algunos períodos históricos concretos (Véase Scherer, 1990).

Estas burbujas, basadas en unas expectativas irreales de los inversores, eventualmente estallaron dando lugar a pérdidas netas para los inversores involucrados. La cuestión es si las oleadas de fusiones de los años 60 y, posteriormente, de los 80, obedecen al mismo patrón.

Jensen (1986) atribuye a un problema de agencia entre los propietarios y los gestores de las sociedades anónimas la realización de fusiones ineficientes. Los beneficiarios de estas acciones serían los grupos directivos que las realizan a costa de los propietarios.

Las predicciones contrastables de esta explicación de las fusiones son precisamente las contrarias de las señaladas para las teorías de eficiencia: ausencia de incrementos en los beneficios después de la fusión y tendencia a la separación de las empresas previamente fusionadas.

2.3. *Separaciones*

Las separaciones (fisiones) de empresas, se produzcan mediante la venta de parte de una compañía (sell-offs) o por la división del capital de una empresa en dos o mas partes (spinoffs), son el fenómeno opuesto a las fusiones. Las fusiones y fisiones de empresas coexisten en un mismo momento del tiempo. Por tanto, cualquier teoría que intente explicar uno de estos fenómenos debería también explicar o, al menos, permitir la existencia del otro.

De las teorías de fusiones eficientes que hemos presentado sólo una es plenamente consistente con la existencia de separaciones. La teoría del control de la gerencia permite la separación, una vez finalizada su restructuración, de la empresa adquirida. El motivo de la fusión, en este caso, no es otro que la reorganización de la empresa adquirida; una vez finalizada resulta irrelevante si el grupo comprador mantiene la inversión o trata de realizar los beneficios inmediatamente.

Aron (1991) desarrolla una teoría de separaciones eficientes basada en la idea de que éstas actúan como un mecanismo de incentivos simétrico, en cierto sentido, al mecanismo de control gerencial de las adquisiciones. Esta teoría es aplicable sólo a los «spinoffs», definidos anteriormente. El supuesto crucial en el modelo de Aron es que el mercado, observando los resultados agregados de una empresa, no puede inferir la contribución al beneficio de las distintas unidades que forman la empresa. Ante la imposibilidad de que el mercado retribuya adecuadamente a los directivos y suponiendo —implícitamente— que la organización tampoco puede hacerlo, surge un problema de motivación de los directivos. En este contexto, las separaciones se producirían para identificar ante el mercado aquellas unidades de negocio más productivas. Como consecuencia de la separación el valor combinado de las empresas separadas aumentaría. Indirectamente, la compensación recibida por la gerencia de la unidad que se ha identificado como «más productiva» aumenta. La posibilidad de una futura separación es un incentivo (implícito) para los directivos de las diversas unidades que componen la empresa.

Dos predicciones testables de este modelo son: *i*) la existencia de una reacción positiva de las cotizaciones bursátiles a los anuncios de separación; y *ii*) las empresas separadas tendrán una tendencia a obtener mejores resultados que otras empresas comparables que no provienen de un conglomerado.

Meyer, Milgrom y Roberts (1992) desarrollan una teoría de separaciones eficientes basada en el concepto de costes de influencia. En unidades en declive dentro de una empresa,

la perspectiva de una reducción de plantilla y activos puede dar lugar a que los individuos afectados destinen parte de su actividad a frenar el declive, reclamando recursos y, en definitiva, tratando de influenciar la asignación de recursos dentro de la empresa. Para evitar estos costes de influencia, una posibilidad es separar a la unidad en declive. De acuerdo con esta teoría cabe esperar que, con frecuencia, las empresas procedentes de una separación muestren un deterioro gradual de sus resultados. También, debido a que los conglomerados tienen menos capacidad de reasignar internamente a los empleados especializados, cabe esperar una mayor frecuencia de las separaciones entre los conglomerados que entre las empresas con actividades relacionadas.

Finalmente, señalaremos que la visión de las fusiones como un fenómeno ineficiente también tiene consecuencias para las separaciones. Si las fusiones son, esencialmente, errores, entonces cabe esperar una alta tasa de separaciones entre las empresas provenientes de fusiones.

3. Evidencia en EE UU

Consideramos a continuación los estudios empíricos de las fusiones y adquisiciones en la economía norteamericana. Ante lo voluminoso de esta literatura, hemos optado por citar expresamente sólo los trabajos más recientes. Para las referencias más antiguas referimos al lector al trabajo panorámico de Scherer (1980, capítulo 5).

3.1. *Oleadas de fusiones*

La frecuencia de las fusiones varía de forma considerable con el tiempo dando la impresión de que éstas se producen en oleadas y que, por tanto, existen factores del entorno económico que las favorecen. Considerando sólo los años posteriores a la 2.ª Guerra Mundial, se observan dos grandes oleadas de fusiones en la economía norteamericana (Scherer, 1980). La primera, situada en la década de los años 60, coincide con un fuerte crecimiento de las cotizaciones en los mercados de valores. En torno al 35 % de los activos involucrados corresponden a fusiones de conglomerado, en torno al 39 % a extensiones de producto, el 12 % a integración horizontal y el 7 % a integración vertical. Coincide esta oleada con un endurecimiento y una aplicación estricta de las leyes antimonopolio en EE UU.

La segunda oleada se produce durante la década de los años 80; comenzó coincidiendo con una fase contractiva en los mercados de valores, continuó cuando estos entraron en expansión (1983) y se mantuvo, esta vez financiada en buena parte con capital extranjero, tras el colapso de las bolsas en el año 1987.

Golbe y White (1988) investigan las causas por las que la frecuencia de las fusiones es cíclica centrándose en las motivaciones que hemos denominado puramente financieras. Con datos que cubren el periodo 1948-1979, encuentran una correlación positiva significativa entre la frecuencia de las fusiones corregida por el tamaño de la economía y una q de Tobin corregida por los impuestos. Este resultado contradice de plano la predicción de su teoría, pero es congruente con otros estudios que, como veremos luego, señalan que son los propietarios de la empresa adquirida y no los de la adquirente los que, en promedio, se benefician de la fusión.

3.2. *Rentabilidades de las fusiones*

Una de las cuestiones empíricas más debatidas es el efecto de las fusiones sobre la capacidad de las empresas para obtener beneficios. Observando la evolución de los precios de las acciones se ha identificado una tendencia a que los precios de las compañías adquiridas aumenten con el anuncio de la fusión mientras que los precios de la adquirente no muestran cambios significativos (véanse las panorámicas de Scherer, 1990; Netter, 1988; Jensen y Ruback, 1983; y el trabajo más reciente de Datta, Narayanan y Pinches, 1992). Bajo la hipótesis de mercados financieros eficientes, la observación de un aumento en el precio combinado de las empresas tras la fusión sugiere que ésta ha creado valor.

En cualquier caso, la distribución de los beneficios (financieros) de la fusión indica claramente que son sólo los propietarios de la empresa adquirida los que se benefician.

El análisis de la reacción de los mercados de valores a los anuncios de fusiones sólo provee evidencia indirecta. Otra serie de trabajos estudia directamente la evolución de las empresas fusionadas (véase Caves (1989) para una panorámica de estos estudios). Los estudios de Ravenscraft y Scherer (1987) y Herman y Lowenstein (1988) concluyen que, en promedio, las empresas fusionadas no mejoran sus resultados.

En contra de estos resultados, Healy, Palepu y Ruback (1992) encuentran mejoras significativas en los resultados de las empresas fusionadas que, además, no son atribuibles a ahorros fiscales.

En cualquier caso, los tres estudios citados coinciden en señalar que las fusiones relacionadas obtienen, en promedio, mejores resultados que las no relacionadas.

Chatterjee (1992), utilizando una metodología algo distinta en la que se consideran todos los intentos de adquisición, consumados o fracasados, concluye que para la muestra considerada las adquisiciones añaden valor. La fuente de las ganancias es la restructuración de la empresa adquirida; la existencia de sinergias no parece, en cambio, ser responsable de las mejoras en eficiencia.

La existencia de análisis empíricos contradictorios, aunque se puede explicar por las distintas bases de datos analizadas, significa que no es posible distinguir entre las distintas propuestas teóricas y sugiere la necesidad de desarrollar un análisis basado en observaciones sobre períodos de tiempo más largos. Un aspecto sobre el que no hay discrepancias es el del reparto de los beneficios derivados de la fusión: son los propietarios de la empresa adquirida los que se benefician. Esta observación es problemática: los incentivos de la empresa adquirente para realizar la operación siguen siendo una incógnita.

3.3. *Separaciones*

Un elevado número de estudios empíricos sobre separaciones concluye que el mercado reacciona favorablemente a los anuncios de separación, produciéndose una subida en las cotizaciones de las empresas afectadas; el artículo de Woo, Willard y Daellenbach (1992) incluye una sucinta panorámica de estos trabajos. La subida de las cotizaciones ante el anuncio de una separación, si los mercados de capitales son eficientes, indicaría que las separaciones crean valor.

Dos trabajos recientes intentan identificar evidencia directa a favor o en contra de esta

hipótesis estudiando los resultados obtenidos por las unidades separadas después de la separación. Las conclusiones de Woo, Willard y Daellenbach (1992) y Kaplan y Weisbach (1992) son similares. Los resultados después de la separación, en promedio, no son mejores; de hecho, el rendimiento sobre los activos (Return on Assets) disminuye ligeramente. Se observa, asimismo, una elevada variabilidad en los resultados. Dependiendo del estudio y del período considerado, entre un tercio y una mitad de las separaciones pueden clasificarse como fracasos. Ninguno de los dos estudios encuentra evidencia de que la separación de conglomerados tenga una mayor probabilidad de fracaso. Finalmente, resulta que la probabilidad de una separación es mayor para los conglomerados que para las empresas con negocios relacionados. Estos resultados apoyan las hipótesis del modelo de Meyer, Milgrom y Roberts (1992) para las separaciones que no siguen a una fusión previa.

3.4. Conclusiones

Los estudios empíricos de las fusiones y separaciones en la economía americana, por la disparidad de las conclusiones, no permiten hoy por hoy discriminar entre las diversas propuestas teóricas. Parece, en cualquier caso, que las fusiones y separaciones son operaciones de alto riesgo a juzgar por lo dispar de sus resultados. Quizás es esta notable variabilidad, en lugar de los resultados medios de fusiones y separaciones, lo que las propuestas teóricas deberían explicar.

En otros términos, la evidencia disponible indica que en las operaciones de fusión y separación se producen tanto numerosos éxitos como frecuentes fracasos; esto es así al margen del grado de interrelación entre los negocios de la empresa. Parece, por tanto, que la mayor o menor versatilidad del trabajo directivo —cuya ausencia podría determinar el fracaso de las fusiones— es muy sensible a las características idiosincrásicas de cada operación. Ni el mercado de capitales, cuyas reacciones no anticipan el éxito o fracaso de las fusiones y separaciones, ni la literatura económica que hemos revisado, dan una indicación de cuáles son las características idiosincrásicas relevantes.

4. Evolución reciente de la fusiones y adquisiciones por OPA en España

4.1. El marco jurídico

La entrada en vigor de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores (LMV) marca un punto de inflexión en las actividades de fusiones y adquisiciones de empresas en las bolsas españolas. En efecto, aunque con anterioridad se habían registrado ya varias operaciones importantes, la insuficiencia del marco jurídico existente³ condicionaba de forma sustantiva este tipo de actividades. La nueva LMV da, en su artículo 60, unas referencias bien definidas sobre la mecánica y requisitos que deben cumplir las ofertas públicas de adquisición en las bolsas españolas.

³ Solo existía el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, sobre Oferta Pública de Adquisición de Valores Mobiliarios, cuya aplicación era muy polémica. Baste recordar los problemas suscitados durante la fallida OPA del Banco de Bilbao sobre BANESTO.

Este nuevo marco jurídico se amplía con la Disposición Adicional 5.^a e) del Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva, y especialmente con el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre Régimen de la Oferta Pública de Adquisición de Valores, que desarrolla el ya mencionado artículo 60 de la LMV, y que es un paso adicional en el reforzamiento de las garantías jurídicas de las operaciones de fusión y adquisición en las bolsas españolas.

Finalmente, la Ley 29/1991, de 16 de diciembre sobre adecuación de determinados conceptos impositivos a las directrices y reglamentos de la CEE, adapta el ordenamiento jurídico tributario a las normas comunitarias en lo referente al tratamiento fiscal de las operaciones de fusión y escisión, con el objetivo básico de fomentar la cooperación entre las empresas de los diferentes Estados comunitarios⁴.

4.2. Rasgos básicos de las OPA 1990-91

Este apartado muestra algunos rasgos relevantes de las fusiones y adquisiciones por OPA realizadas en las bolsas españolas desde que se dispone de estadísticas detalladas construidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La Tabla I muestra los principales sectores y el número de fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en las bolsas españolas (fundamentalmente Madrid) desde 1990 hasta 1991, según la información proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (1992). Las empresas que se han considerado son aquellas que, cotizando en una bolsa española, han sido objeto de OPA. Sin embargo, en ocasiones la adquirente no cotiza en las bolsas españolas, como suele ser el caso de empresas extranjeras que adquieren participaciones destacadas en empresas españolas.

TABLA I
FUSIONES Y ADQUISICIONES EN BOLSAS ESPAÑOLAS

Sectores	1990	1991
Banca	1	0
Inversión Mobiliaria	3	7
Seguros	0	1
Agua, gas y electricidad	1	4
Alimentación	2	4
Química y textil	2	2
Siderometalurgia	3	1
Construcción e inmobiliaria	6	3
Varios	2	4
Total	20	26

Fuente: CNMV y elaboración propia

⁴ La normativa fiscal española previamente vigente, era la de la Ley 76/1980, de 26 de diciembre, sobre Régimen Fiscal de las Fusiones de Empresas y por el Real Decreto 2182/1981, de 24 de julio, que aprobó el desarrollo reglamentario. Son bien conocidos los costes, ineficacias y rigideces de esta legislación, que se exponen en detalle en Carbajo (1992).

En efecto, en 1990 se llevaron a cabo ocho operaciones de éste tipo, de las cuales cinco tuvieron como adquirente empresas francesas, y con un caso cada uno encontramos empresas japonesas, noruegas y kuwaities (KIO). El importe total adquirido fue de 91.000 millones de pesetas. A lo largo de 1991 se realizaron siete ofertas públicas por grupos extranjeros (de forma directa o indirecta a través de filiales en España), con la siguiente composición por nacionalidades de las empresas adquirentes: tres británicas, dos francesas, una alemana y una holandesa. Estas supusieron una propuesta de compra de valores por un importe total de 108.000 millones de pesetas, de los que finalmente se adquirieron 88.000 millones de pesetas. Puede observarse que, de las quince operaciones, sólo tres se efectúan por empresas de países no pertenecientes a la CE. Hay que señalar también que la totalidad de estas OPA se realizaron para obtener el control mayoritario de las sociedades afectadas.

Un primer punto destacable, en la Tabla I, es la tendencia creciente del número de operaciones, así como la influencia predominante de determinados sectores en años diferentes. Puede verse cómo los sectores de Inversión Mobiliaria, Alimentación, Construcción e Inmobiliarias y Varios han sido los más dinámicos en el proceso de fusiones y adquisiciones.

Esto es consistente con lo observado en otros países de la CE, donde en los últimos años el mayor número de operaciones se ha realizado en el sector industrial, con porcentajes que oscilan en torno al 70 % durante el último decenio.

No obstante hay que señalar que, pese a su menor número, las fusiones en otros sectores han tenido una gran importancia por el volumen y trascendencia de las operaciones. Así puede citarse, durante 1991, la reorganización del sector eléctrico, con las OPA que ENDESA lanzó sobre Electra de Viesgo, Sevillana y FECSA, y la oferta de IBERDUERO sobre HIDROLA, que supusieron importes de más del 30 % del volumen total negociado en estas operaciones.

Si clasificamos las operaciones según la actividad de las empresas involucradas en horizontales, verticales y diversificadas, vemos en la Tabla II cómo destaca el escaso peso de las que pretenden integrar verticalmente los procesos productivos. Las más importantes son las fusiones y adquisiciones horizontales, lo cual sugiere un proceso creciente de concentración en sectores como el Alimentario o el de Construcción e Inmobiliaria. A esto no es fácil que sea ajeno la escasa y dispersa legislación española antimonopolios, ni el marco jurídico existente a nivel comunitario.

TABLA II
CLASIFICACION DE OPERACIONES DE FUSION Y ADQUISICION

<i>Clasificación</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>
Horizontales	15	20
Verticales	0	1
Diversificada	5	5
Total	20	26

Fuente: CNMV y elaboración propia.

En efecto, sólo hay dos directivas de la CEE, una en 1978 y otra en 1982 que se ocupen de estos aspectos y cuya principal pretensión parece ser el facilitar la concentración de empresas. Esto contrasta con la estricta, aunque cambiante, legislación «anti-trust» norteamericana, cuyos efectos ya han sido bien estudiados en la literatura, como puede verse en Jensen (1986).

Los procesos de adquisición diversificada han tenido una presencia no desdeñable, pero hay que decir que la mayoría de ellos se deben a que se incluyen las adquisiciones efectuadas por la banca sobre sus sociedades de inversión mobiliaria.

Otras características interesantes se muestran en la Tabla III, que muestra los diversos motivos de la OPA. El primer motivo (16 casos) parece ser la toma de control total de la empresa, seguido de las tomas de control parcial (pero mayoritarias) y de las exclusiones, particularmente en 1991. Las operaciones de integración se refieren a la efectuada por HIDROLA e IBERDUERO y la de reordenación del sector se refiere al reparto de acciones de CAMPSA entre PETRONOR, CEPSA, PETROMED, REPSOL y ERTIL.

TABLA III
MOTIVOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

<i>Años</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>
Control total (100%)	10	6
Control parcial	7	6
Exclusión	3	10
Integración	0	1
Reducción Capital	0	2
Reordenación Sector	0	1
Total	20	26

Fuente: CNMV y elaboración propia.

En cuanto a las características particulares de las empresas adquirentes y adquiridas, hay ya estudios, Martínez y Sanchis(1990), que han señalado rasgos comunes en las mismas, del modo siguiente⁵.

- a) En cuanto al *tamaño*, medido por volumen de ventas, las empresas adquiridas suelen ser más pequeñas que las empresas compradoras.
- b) En lo referente a *rentabilidad* hay una tendencia a observar resultados negativos en las adquiridas no sólo durante el año previo a la OPA, sino también a lo largo de varios períodos, mientras que las adquirentes muestran una rentabilidad consistentemente positiva en los últimos años.
- c) Las empresas adquiridas muestran un deterioro consistente en sus *cash-flows* en los últimos ejercicios, mientras que las adquirentes presentan, también consistentemente, crecimiento en ese concepto.

⁵ El análisis de Martínez y Sanchis se refiere básicamente a empresas industriales, debido a las particulari-

d) Las empresas adquiridas presentan una *estructura de capital* diferente de las adquirentes. Así, se detecta un predominio del endeudamiento a corto plazo, siendo éste muy inferior a medio y largo plazo. Por el contrario, las empresas adquirentes presentan unos ratios de endeudamiento más equilibrados entre los diferentes plazos.

e) Las empresas adquiridas suelen ser objeto de un *saneamiento financiero*, como se desprende del análisis de sus ratios financieros, que sugieren una reducción de su endeudamiento a corto plazo y un aumento a largo plazo.

Estos resultados, aunque de carácter provisional, ya sugieren un conjunto de posibles variables influyentes financiero-económicas que podrían ayudar a explicar las características de los procesos de adquisición, como pretendemos realizar en éste trabajo.

Referencias

- CARBAJO, F. (1992): «El nuevo tratamiento fiscal de las fusiones y escisiones de empresas y las relaciones matrices-filiales». *Boletín Económico de ICE*, enero.
- COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1992): *Informes Anuales 1990. 1991*. Madrid.
- CHATTERJEE, S. (1992): «Sources of Value in Takeovers: Synergy and Restructuring». *Strategic Management Journal*. Vol. 13, pp. 267-286.
- DATTA, D. K. y PINCHES, G. E. (1992): «Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions», *Strategic Management Journal*. Vol. 13, pp. 67-84.
- GOLBE D. L. y WHITE, L. J. (1988): «Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy: An Aggregate and Historical Overview». En A. J. Auerbach, *Mergers and Acquisitions*. Chicago University Press, pp. 25-47.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. y RUBACK, R. S. (1992): «Does Corporate Performance Improve After Mergers?». *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135-175, North-Holland.
- KAPLAN, S. N. y WEISBACH, M. S. (1992): «The Success of Acquisitions: Evidence from Diverstures». *The Journal of Finance*. Vol. XLVII, n. 1.
- JENSEN, M. C. (1986): «The Takeover Controversy: Analysis and Evidence». *Midland Corporate Finance Journal*, 4, pp. 6-32.
- MARTINEZ, J. A. y SANCHIS, A. (1990): «Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales». *Economía Industrial*, marzo-abril, pp. 125-135.
- MEYER, M.; MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1992): «Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes». *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 1, n. 1, pp. 10-35.
- SCHERER, F. M. (1990): «*Industrial Market Structure and Economic Performance*». Chicago. Rand MacNally.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, W. (1991): «Takeovers in the 60's and the 80's: Evidence and Implications» *Strategic Management Journal*. Vol. 12, pp. 51-59.
- WILLIG, R. D. (1991): «Merger Analysis, Industrial Organization Theory, and Merger Guidelines». *Brookings Papers: Microeconomics 1991*, pp. 281-312.
- WOO, C. Y.; WILLARD, G. E. y DAELLENBACH, U. S. (1992): «Spin-off Performance: A Case of Overstated Expectations?». *Strategic Management Journal*, vol. 13, pp. 433-447.